

论中国上市公司资本结构的主导决定因素及其变迁逻辑

洪 正

摘要：影响中国上市公司资本结构的因素包括公司特征因素、资本成本因素和股权结构因素三大类，现有文献对各类因素的相对重要性缺乏研究，我们首次通过实证研究表明：股权结构是中国上市公司资本结构决定的主导因素，公司特征因素和资本成本因素次之，在股权结构中，只有国家相对控股才对资本结构具有显著影响。为了探究我国上市公司资本结构决定的制度根源，我们基于国家控制权变迁逻辑，说明了在国家控制权主导下，国家通过金字塔型控制权结构实现了由绝对控股向相对控股的产权多元化演变，由此形成了企业的股权结构，而最终形成的资本结构则是在产权多元化过程中国家、银行和中小投资者等不同产权主体之间博弈的结果。

关键词：资本结构 主导因素 股权结构 国家控制权

一、引言

资本结构决定的理论解释包括：静态权衡理论、代理理论、信息不对称理论和金融契约理论。在理论的实证研究中，债务与股权的选择取决于公司特征因素、财务因素和制度因素。在静态权衡理论中，资本结构反映了税率、资产类型、经营风险、盈利性和破产法的影响。在代理理论中，内部经营者与外部投资者之间的潜在冲突决定了资本结构，资产特性和增长机会是影响代理成本的最重要因素。在信息不对称理论中，交易成本和信息不对称决定了企业的融资方式。而在金融契约理论中，自由现金流和控制权的配置成了资本结构选择的决定因素。

在影响资本结构因素的实证结果上，现有文献得出的结论不尽相同。利用1974-1982年469家美国公司的样本，Titman和Wessels(1988)发现资本结构与盈利性、规模相关，不支持资本结构由非债务税盾、商业风险、抵押价值或增长机会决定。Rajan和Zingales(1995)对1987-1991年G-7发达国家的实证结果表明资本结构可由有形资产比率、市值/帐面价值比、规模、资产收益率解释；而Booth等(2001)对1980-1990年10个发展中国家的实证结果表明资本结构由税率、商业风险、有形资产比率、规模、资产收益率、市值/帐面价值比和国别因素决定。

在国内资本结构影响因素的实证研究中，利用

1998年沪深两市663家上市公司样本，张则斌、朱少醒、吴健中(2000)发现资本结构受资产抵押价值、成长性、公司规模、资产盈利能力、保留盈余、总资产市值/账面价值比的影响。肖作平、吴世农(2002)对1996年1月1日之前在深市上市的117家公司的实证表明：国有股比例、资产担保价值、成长性、企业规模、产生内部资源的能力、非债务税盾、投资额、财务困境成本是决定资本结构的重要因素。而香港大学中国金融研究中心(2002)对2000年末所有非金融类中国上市公司的实证结果则显示资本结构由盈利性、规模、可抵押性、税率、非债务税盾、增长机会、商业风险、管理层持股、所有者结构、行业结构等因素决定。

从现有文献的实证结果中可以看出，企业资本结构基本上都受公司特征因素、资本成本因素和一国制度因素等三大类因素的影响，但现有文献都没有研究资本结构决定的主导因素，即三类因素中哪类因素更重要。本文将在这方面作出尝试，通过实证研究分析我国上市公司资本结构决定的主导因素，在实证结果的基础上，本文更进一步在国家控制权层次上说明这一结果的变迁逻辑，这对于认识我国上市公司资本结构的成因及改善极其重要。

二、我国上市公司资本结构的主导决定因素实证分析

确定因素的影响程度，可对各影响因素进行主

成分分析,主成分分析通过比较各主成分的贡献率来判断各成分的相对重要性,以确定资本结构决定的主导因素。

(一) 实证分析变量的选取

影响企业资本结构的制度因素主要指与公司治理有关的变量,在我国股权结构因素无疑是最重要的,因此,本文将上述影响资本结构的因素归为三大类,即公司特征因素、资本成本因素和股权结构因

素,其中每一类因素中又包含若干指标,根据上述理论与实证文献,本文共选择了 11 个指标,利用这些指标进行主成分分析,以确定不同因素的影响程度。这 11 项指标是:盈利性、规模、可抵押性、税率、Tobin's Q 增长机会、商业风险、自由现金流、债务利率、第一大股东持股比例、第一大股东对其他前四大股东持股比例、前五大股东持股比例。每一类指标的选取及定义说明如下(详见表 1):

表 1 我国上市公司资本结构及其决定因素定义

变量类型	变量	变量名称	变量定义(资产负债表项目)
一、被解释变量	TD	资产负债率	负债合计/资产合计
二、解释变量			
1. 公司特征变量	ROA	盈利性	$= (\text{利润总额} + \text{财务费用}) / \text{资产总计}$
	SIZE	规模	$= \ln(\text{主营业务收入净额})$ 或 $= \ln(\text{主营业务收入} - \text{折扣与折让})$
	TANG	可抵押性	$= \text{固定资产合计} / \text{资产总计}$
	TAX	税率	$= (\text{所得税} - \text{所得税返还}) / (\text{净利润} + \text{所得税} - \text{所得税返还})$
	RISK	商业风险	盈利性的标准差
	TOBIN-Q	Tobin's Q 增长机会	$= (\text{资产总计} - \text{股东权益帐面值合计} + \text{股东权益市值 MVE}) / \text{资产总计}$ 其中:MVE= 股票发行总数 × 2001 年底公众股的市场价格
	CASH	自由现金流	$\ln(\text{现金} + \text{银行存款})$
2. 资本成本变量	RATE	债务利率	$= \text{财务费用} / (\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{短期借款} + \text{一年内到期的长期负债})$
	ROE	净资产收益率	净利润/股东权益
3. 股权结构变量	SHARE1	第一大股东持股比例(大股东控股情况)	第一大股东持股数/总股本
	SHARE2	第一大股东持股比例对其他前四大股东持股比例之比(股权均衡度)	第一大股东持股比例/其他前四大股东持股比例之和
	SHARE3	前五大股东持股比例(股权集中度)	前五大股东持股数/总股本

1. 公司特征因素。(1) 盈利性。利用息税前盈利对总资产比率来衡量。(2) 规模。衡量规模的指标一般用总资产或销售总额,为避免与衡量可抵押性的固定资产指标产生高度相关,这里采用主营业务收入净额的自然对数。(3) 可抵押性。采用固定资产占总资产比率来衡量。(4) 商业风险。采用 Booth 等人的方法,即息税前盈利的标准差来衡量。(5) 增长机会。增长机会一般可用销售增长率或市价帐面比率(即托宾 Q)来衡量,销售增长率代表过去的成长状况,而市价帐面比率反映了公司的未来成长机会,上市公司在进行融资选择时,可能更多地考虑企业的市场价值,因此本文采用托宾 Q 来衡量增长机会。(6) 自由现金流。自由现金流是企业日常经营中的现金流量,这里采用企业年末的货币资金余额的自然对数来衡量。

2. 资本成本因素。资本成本包括股权融资成本和债务融资成本。对于股权融资成本,如从现有股东或企业市场价值角度来说应使用 CAPM 模型来衡量,但因我国流通股比例较低,股价难以反映企业

真实价值,这里以净资产收益率替代。债务成本采用债务利率来衡量,另外,以总资产收益率衡量的盈利性也可代表综合资本成本。

3. 股权结构因素。本文采用三类指标来衡量股东控股情况和股东之间的相互制约情况,即第一大股东持股比例、第一大股东持股比例对其他前四大股东持股比例之比(股权均衡度)和前五大股东持股比例(股权集中度)。

(二) 数据来源和软件

除特殊注明外,本文的所有数据都来自 CSMAR (2002) 市场交易数据库和上市公司财务数据库。所用数据为 2001 年末的数据,所有数据都对异常值进行了剔除,各变量数据为 1997-2001 五年平均值。使用 SAS8.2 进行主成分分析。

(三) 主导因素的主成分分析

主成分分析可分为四个步骤:一是变量是否适合作主成分分析检验;二是计算各主成分的方差贡献率;三是选取主成分;四是主成分命名。具体分析步骤和结果如下:

1. 变量是否适合作主成分分析检验

KMO检验值为 0.541, 属中等水平; 巴特勒检验值为 1906.35 (sig=0.000), 通过检验, 表明上述变量适合作主成分分析。

2. 计算各主成分的方差贡献率

根据 $C_i = \frac{\lambda_i}{\sum_{i=1}^m \lambda_i} / \left(\sum_{i=1}^p \lambda_i \right)$ ($m=1,2, \dots, 11; p=11$), 可求得各主成分的贡献率 C_i , 表 2 列出了各主成分贡献率及累计贡献率。贡献率越高, 说明该主成分对综合各指标信息的能力越强。

表 2 主成分累计贡献率表

主成分	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
贡献率 C_i	0.2380	0.1689	0.1246	0.1016	0.09	0.0781	0.0697	0.0604	0.0272	0.0232	0.0184
累计贡献率	0.2380	0.4069	0.5315	0.6331	0.7230	0.8011	0.8709	0.9312	0.9584	0.9816	1.0000

3. 选取主成分

根据表 2 中, 本文挑选了排列前 6 位的主成分, 这前 6 个主成分累计贡献率达到 80.11%, 说明这 6 个主成分含有 11 个指标大约 80.11% 的信息量。

4. 主成分命名

将特征向量排列成表格, 可得表 3。根据主成分法, 主成分的线性组合为: $F_i = \lambda_{i1}X_1 + \lambda_{i2}X_2 + \dots + \lambda_{ip}X_p$ ($i=1,2, \dots, 6; p=11$)。其中, F_i 表示第 i 个主成分, X_p 是第 p 个指标, λ_{ip} 表示第 i 个主成分在第 p 个指标上的系数, 即其特征向量。主成分的经济意义由各线性组合中系数较大的几个指标的综合意义表示, 从表 3 可以看出: 第一主成分的贡献率为

23.8%, 各项系数大致相等, 其中规模和自由现金流指标的系数略大, 说明第一主成分对资本结构有相近似的载荷, 是对所有指标的一个综合测度。第二主成分的贡献率达 16.89%, 是股权结构指标(第一大股东持股比例和前五大股东持股比例), 在各项影响中最大, 表明我国上市公司资本结构的首要影响因素是企业股权结构及其所决定的公司治理机制。第三到第六主成分分别是盈利能力和债务保证能力(公司特征因素)、债务成本和债务避税(资本成本因素), 表明资本结构也受到公司特征因素和资本成本因素的影响, 但影响程度不如股权结构。

表 3 特征向量、累计贡献率及主成分命名

主成分	1	2	3	4	5	6	
ROA	盈利性	0.242090	-0.074351	0.690090	0.060214	0.114295	0.061263
SIZE	规模	0.466398	-0.247184	-0.204186	-0.184516	-0.011453	0.244259
TANG	可抵押性	0.085198	0.098334	-0.027473	0.718434	-0.345553	0.499347
TAX	税率	0.277188	-0.115471	0.010413	0.352587	0.092686	-0.651353
TOBIN-Q	增长机会	-0.304414	0.309107	0.485975	-0.157150	0.170880	0.046115
RISK	商业风险	-0.306858	0.189278	-0.413583	-0.209357	0.034372	0.080930
CASH	自由现金流	0.428227	-0.269512	0.015051	-0.377906	0.050356	0.226151
RATE	债务利率	-0.019503	-0.058240	-0.155296	0.280959	0.903200	0.259062
SHARE1	第一大股东持股比例	0.370007	0.509134	-0.044046	-0.091732	0.032617	-0.044037
SHARE2	第一大股东对其他前四股东持股比例	0.273252	0.378366	-0.211368	0.103938	0.094776	-0.293064
SHARE3	前五大股东持股比例	0.240027	0.548259	0.055114	-0.111210	0.008630	0.219583
	累计贡献率	0.2380	0.4069	0.5315	0.6331	0.7230	0.8011
	主成分命名	综合指标	股权结构	盈利能力	债务保证能力	债务成本	债务避税

四、资本结构与国家控制权变迁逻辑

前文的实证分析表明, 股权结构是决定我国上市公司资本结构的主导因素, 公司特征因素和财务因素则次之。在股权结构中, 只有国家相对控股(直接或间接)才是相关的。在公司特征因素中, 盈利能力和债务保证因素对资本结构的决定也起着一定的作用, 而这两者分别反映了在企业融资中投资者(对盈利能力的重视)和银行(作为债权人对清偿力的强调)对企业融资方式的约束。可见, 在企业资本结构

决定中, 国家作为国有资本的代表仍处于支配性地位, 但中小投资者和银行对资本结构的最终形成也起着重要制约作用。要从根本上弄清我国上市公司资本结构决定的制度根源必然涉及到相互关联的两个问题: 一是国家为什么要从原来的绝对控股向相对控股转变并进而决定了企业的股权结构? 二是在这一转变过程中, 最终形成的资本结构是如何由国家、银行和中小投资者共同决定的? 下面的分析将对此作出回答。

在我国由计划经济向社会主义市场经济转型过

程中,国有资本的控制力和控制方式发生了显著的变化,进而引起上市公司资本结构的变化。可见产权制度及其演变是一国资本结构决定的根本因素。研究产权结构必须引进国家因素(诺思,1980),通过分析国家控制权主导下的产权结构变迁逻辑,才能从根本上理解资本结构的制度根源。本文以下通过一个简单的模型分析表明:资本结构是国家控制权主导下的产权多元化和不同产权主体之间博弈的结果,即国家控制权的变迁决定了企业的股权结构,而国家、银行、投资者三方之间的控制权博弈则形成了相应的融资方式,两者一起决定了企业的资本结构。

国家理论强调国家的理性假设,指国家具有自己的偏好与效用函数,在制度变迁过程中,它无时不在计算成本与收益。国家基本结构的创立旨在界定和实施一套产权,并指定统治者代理人作为权力代表(诺思,1981)。由于代理人的效用函数与统治者并不一致(委托代理成本的出现),施于统治者的约束就有两种:竞争约束与交易成本约束。因而统治者常常发现他的利益所在与其说是准予垄断,不如说是导致更激烈竞争状况的产权。张杰(1998)认为:在国家的效用函数中有两个关键性变量:一是追求垄断的产权形式。一旦实现了垄断的产权形式,那就意味着国家拥有了对社会经济资源控制权和产出剩余的支配权。二是追求垄断产权“增量”的扩展。在对既有产权“存量”实现垄断与支配后,国家并不满足于现有的产权规模,因为租金最大化水平和对经济剩余的支配能力是垄断产权规模的增函数。因此,国家必须在实行垄断的产权形式与交易成本之间实现均衡,垄断性产权会带来控制权收益,但同时也会增加委托代理成本,其中最明显的就是监督费用的增加和因道德风险带来的效率损失,由此控制权成本也会上升。国家为了实现控制权净收益的最大化,就必须实行多元化产权。

(一) 国家控制权变迁:一个简单模型(不考虑其他产权主体约束)

我国国家效用函数中的变量包括:经济增长(税收收入)、较低的失业率、政治稳定和控制权,其中对经济资源的控制权决定着其他目标的实现。虽然我国集中的产权形式对建国初期的国家经济建设起着重要的作用,但这种作用逐渐被国有企业的效率低下所抵消。随着国家控制权成本收益的这种变化,必然影响到国家效用函数的净效用,为减少交易成本的上升,就必须改革原来国家绝对垄断的产权形式,国有股的控制方式要作出相应的调整,表现在国

有产权的逐步退出,但这种退出并没有在很大程度上削弱国家对经济资源的控制力。刘芍等(2003)对中国上市公司按最终控股主体重新进行分类,结果发现,中国84%的上市公司最终仍由政府控制,而非政府控制的比例仅为16%,因此目前上市公司的股本结构仍然是国家主导型的。平新乔(2003)在研究中国国有资产控制方式与控制力的现状中也发现,国有资本在配置上已经发生了战略性转移与调整,国有资本的绝对控制在企业法人单位数这一层面上已不占优势;在竞争性产业,国有资本只占30%左右的比例。但是,国有资本仍控制了全社会50%以上的实收资本。从总体看,国有产权仍在全社会的产权中占有主导地位。

可见,国家控制权从100%的绝对控制,演变到现在在股份制企业中的绝对控股(股份超过50%)和相对控股(低于50%,但仍为第一大股东),这种国家控制权变迁的逻辑是基于多元化产权形式可带来竞争收益和交易成本的降低,更直接的是源于国家金字塔型控制权结构的成本与收益不对称。在金字塔型控制权结构中控股股东通常通过金字塔结构来实施控制权,如控股股东拥有100%的公司X的股权,公司X拥有60%公司Y的股权,公司Y拥有25%的公司Z的股权,那么他在公司Z的股权比例即为 $O=100\% \times 60\% \times 25\%=15\%$,即通过占绝对控股地位的X和Y,在公司Z中的控制权为 $C=25\%$,一般足以控制一家公司。附属公司Z对掠夺的敏感性取决于控股股东的股权比例O与控制权C的比例O/C,较低的比率意味着控股股东有动机和能力去通过非正常转移定价等方式将附属公司现金沿金字塔转移,越往上,控制权收益越大(Faccio, LangandYoung,2001)。

在我国上市公司中,控股股东侵占中小股东和其他投资者利益的收益是一种控制权收益,通过关联交易占用中小股东和其他投资者利益是最普遍的方式,在目前国有股不流通的情况下控制权收益更是明显,不流通的国家股和法人股与流通股同股不同权、同股不同利,国家通过低成本控制了社会的经济资源。

下面是国家控制权变迁逻辑的简单模型,是在不考虑其他产权主体约束条件下,说明国家金字塔型控制权结构是基于控制权净收益最大化下国家对产权形式自我变迁的结果。

国家控制权效用函数 $U=U(RC,CC)$, $RC=RC(n,x,cons)$, $CC=CC(n,x,cons)$,其中,RC:控制权收益,指国家作为终极控股股东对中小股东和其他投资者

利益的剥夺,而且国家通过分层级控股减少了承担失业等带来的社会保障责任和政治稳定上的负面影响(在股份制公司中人们很难在情绪上将失业直接归咎于国家)。随着控制权链条的加长,即使企业经营失败,控股股东的损失也非常有限。因此,控制权收益会随着控制权链条的加长而递增;CC: 控制权成本,这里只考虑委托代理成本,委托代理链条变长使监督变得越来越不可能(张维迎,1986),从而会增加代理成本;n: 控制权链条数目;x: 拥有控制权的持股比例;cons: 其他产权主体对控制权的约束程度,其他产权主体包括国有股以外的其他股东和债权人,以及工人等利益相关者。当企业通过多个产权主体形成时,其他产权主体会对国有控股股东形成制约,但其制约作用取决于国家法律对中小投资者的保护,以及破产法和合同法对债权人的权利保护。

边际控制权收益 $MRC = \frac{\partial RC}{\partial n} > 0, \frac{\partial RC}{\partial x} \leq 0$ 。这样,在资本总量即 nx 为一定的情况下,通过增加控制权链条而降低控制比例,就可获得更大的控制权收益。

边际控制权成本 $MCC = \frac{\partial CC}{\partial n} > 0, \frac{\partial CC}{\partial n} > \frac{\partial RC}{\partial n}$ 表明随着控制权链条的加长,边际代理成本将上升,且比边际控制权收益上升得更快,这表明当代理链条趋向于很大时,监督变得几乎不可能,否则监督成本将变得无穷大。

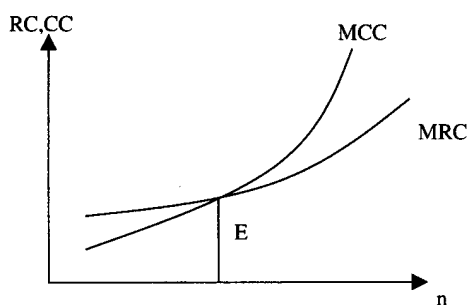


图1 国家控制权均衡

合理的委托代理层次取决于控制权成本和收益两者之间的权衡。图1中E点即是代理层次的均衡点 $MCC=MRC$, 因此,通过原点向E点的移动,国家通过金字塔型控制权结构,通过逐层控制,可以实现既定的资本存量控制更多的社会资本,实现控制权效用函数的最大化。

(二) 资本结构决定: 国家控制权主导下的控制权博弈(考虑其他产权主体约束)

国家提供的基本服务是博弈的基本规则,其目的: 一是界定形成产权结构的竞争与合作的基本规

则(即在要素和产品市场上界定所有权结构),使统治者的租金最大化。二是在第一个目的框架中降低交易成本使社会产出最大,国家税收增加。因此,国家往往确定规则以使统治者及其集团的收入最大化,然后在一定的约束下设计出降低交易成本的规则(诺思,1980)。

上面的国家控制权变迁模型是在不考虑其他产权主体的约束,国家控制权成本收益变化如何导致企业产权结构的变迁。企业融资活动的实现不仅依赖于资金需求方,更重要的是资金供给方的积极参与,国家要想动员和控制社会经济资源,吸引多方投资者参与企业融资,关键在于如何保护其他产权主体如中小股东、债权人的利益,使其获得合理的投资回报。这就不是企业资本结构方面的单纯财务调整,而必须向外部投资者让渡部分控制权。企业资本结构的形成体现了国家、投资者(作为股东与银行存款者)、银行之间的三方控制权博弈。

1. 债权人约束。根据金融契约理论,债务具有控制权转移的重要功能,限制了控股股东的控制权收益。债权人约束主要体现在对企业日常经营活动的监督和破产时的控制权转移机制。债权人约束的前提条件是债务人属于不同的产权主体,当国家对金融实行绝对控制(100% 股权)时,国有银行与国有企业之间的最终产权主体是一致的,债权人的约束就是软的。但国家控制金融也同样面临着成本和收益的比较,张杰(1998)分析了国家控制金融的收益成本。金融控制权收益主要来源于货币发行收入和动员分散的居民储蓄,对国有经济进行金融支持,因此逻辑要求国家实施对金融的控制,实行银行产权国有。金融控制权成本主要体现在不断上升的国有银行的经营管理成本、经营效率低下和大量不良贷款所带来的金融风险过度集中。当金融控制权收益处在递增阶段时,国家的金融控制一般是主动的;而金融控制权收益一旦跨越折点进入递减阶段,金融控制就面临着放松和改革的需要,其中银行产权改革是根本。国有银行股份化或商业化经营造成了国有银行与国有企业之间产权的不一致,前者造成了产权主体(剩余控制权和剩余索取权)的不一致,后者则形成不同的利益主体(剩余索取权),作为债权人的银行就有足够的动力去对企业形成约束,前者对企业控制权的约束强于后者,两者都有助于提高企业经营效率,这符合国家金融控制权收益的安排。

2. 投资者约束。由于国民收入分配格局的变化,各类投资者成为社会储蓄资金的主要供应者,相

应地其在投融资博弈中的地位也逐渐上升。投资者作为股东必然要强化对上市公司的约束,要求国家加强中小投资者的保护,作为银行存款者对银行形成约束,这反过来又会促使银行作为债权人加强对企业的约束。

国家主导下的企业控制权变迁对企业资本结构的影响具体表现在:(1)国家的委托-代理链条拉长,由绝对控股转向相对控股,国有股比例与资本结构之间的关系呈负相关(香港大学中国金融研究中心,2002);国家对国有企业上市融资的优先制度安排,即在上市发行上偏好国有企业,退市机制不健全,少有破产风险,这些都形成了上市公司的壳资源,壳资源的存在使企业优先考虑股权融资。(2)银行债权约束的硬化有助于制约企业的负债融资需求。(3)投资者的理性日益成熟(由投机型开始转变为理性投资型),要求加强对中小投资者的保护,两者都对企业的股权融资偏好产生较强的约束作用。企业资本结构的最终形成取决于以上三种基本力量在企业控制权博弈中的结果。

四、结论

资本结构是国家控制权主导下的产权多元化与国家、银行和中小投资者等不同产权主体之间博弈的结果。国家通过金字塔型控股结构增进控制权利益、通过银行和国有控股公司实行分权控制,既有利于实现大股东的控制权收益,而且还有助于强化中小投资者、银行等其他产权主体对企业的约束作用,降低委托代理成本,实现国家控制权净收益的最大化。国家对企业控制权的这种安排形成了企业的不同融资方式,从而决定着企业的资本结构。

对资本结构实际影响因素背后的制度环境作进一步的研究会发现,除国家的产权变迁引起的国有资本调整外,影响资本结构的其他制度因素还包括税收制度、投资者法律保护、金融系统类型、国家对金融系统的控制等。我国上市公司资本结构的缺陷主要表现为融资渠道狭窄、融资方式单一、融资效率低下,进一步讲,从根本上表现在与之相应的公司治理机制的无效上。改善企业资本结构的最终目标是建立“有效资本结构”,即从社会成本和收益来看,企业的资本结构选择及其相应的公司治理机制能够实现企业价值最大。这就需要对影响我国资本结构的各种制度因素进行改革,包括:建立合理的股权结构,改变国有股一股独大的所有权结构,解决股权分置以及国家股和法人股的流通问题;完善上市公司的法人治理机制,解决国有控股企业中内部人控制

问题;完善投资者的法律保护;加快我国债券市场发展,发挥债权人参与公司治理的作用。

参考文献:

1. 香港大学中国金融研究中心课题组:《中国上市公司的资本结构》,载《上证研究》,2002(2)。
2. 陈晓、单鑫:《债务融资是否会增加上市企业的融资成本?》,载《经济研究》,1999(9)。
3. 张则斌、朱少醒、吴健中:《上市公司资本结构的影响因素》,载《系统工程理论方法应用》,第9卷第2期(2000),第106~112页。
4. 刘芍佳、孙霏、刘乃全:《终极产权论、股权结构及公司绩效》,载《经济研究》,2003(5)。
5. 平新乔:《中国国有资产控制方式与控制力的现状》,载《经济社会体制比较》,2003(3)。
6. 洪锡熙、沈艺峰:《我国上市公司资本结构影响因素的实证分析》,载《厦门大学学报》(哲学社会科学版),2000(3)。
7. 陆正飞、辛宇:《上市公司资本结构主要影响因素之实证研究》,载《会计研究》,1998(8)。
8. 王红领、李稻葵、雷鼎鸣:《政府为什么会放弃国有企业的产权》,载《经济研究》,2001(8)。
9. 肖作平、吴世农:《我国上市公司资本结构影响因素实证分析》,载《证券市场导报》,2002(8)。
10. 潘敏:《资本结构、金融契约与公司治理》,北京,中国金融出版社,2002。
11. 诺思:《经济史中的结构与变迁》,中文版,上海,上海三联书店、上海人民出版社,1994。
12. 张杰:《中国金融制度的结构与变迁 1978-1998》,太原,山西经济出版社,1998。
13. 孙永祥:《公司治理结构:理论与实证研究》,上海,上海三联书店、上海人民出版社,2002。
14. Titman and Wessels, 1988, "The Determinants of Capital Structure Choice." *Journal of Finance*, 43, pp. 1-19.
15. Faccio, Mara; Lang, Larry H. P. and Young, Leslie, 2001. "Debt and Corporate Governance." *Journal of Finance*.
16. Harris, Milton and Raviv, Artur, 1991. "The Theory of Capital Structure." *Journal of Finance*, March, 46 (1), pp. 297-355.
17. Booth, Laurence; Varouj Aivazian; Asli Demircug-Kunt, and Vojislav Maksimovic, 2001. "Capital Structures in Developing Countries." *Journal of Finance*, 56, pp. 87-130.
18. Raghuram, Rajan G. and Zingales, Luigi, 1995. "What do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data." *Journal of Finance*, 50, pp. 1421-1460.
19. Wald, John K., 1999. "How Firm Characteristics Affect Capital Structure: An International Comparison." *Journal of Financial Research*, 22 (2), pp. 161-187.

(作者单位:西南财经大学 成都 610074)

(责任编辑:Q)